

日本経済情報 2013 年 5 月号

Summary

【内 容】

1. 景気の現状

アベノミクスの波及
経路

「第一の矢」は期待
以上の成果

アベノミクス効果など
から成長ペースが加
速

アベノミスクの中間
評価

2. 日本経済の見通し

輸出は円安効果の
本格化により増勢加
速

設備投資は持ち直し
へ

公共投資は「第二の
矢」で再加速

個人消費・住宅投資
とも駆け込み需要が
押し上げ

2013 年度は政策効
果が集中し 3%近い
成長に

2014 年度以降の景
気を左右する「第三
の矢」

伊藤忠経済研究所
所長

三輪裕範
(03-3497-3675)

miwa-y
@itochu.co.jp

主任研究員

武田淳
(03-3497-3676)

takeda-ats
@itochu.co.jp

【日本経済の見通し～アベノミクスの評価を踏まえて】

日本経済は、アベノミクスの効果もあり回復に向かいつつある。アベノミクス第一の矢である金融緩和によって円安株高が進行、主に価格面から輸出企業の業績を押し上げているほか、消費者マインドの改善により個人消費が増勢を強めている。この結果、1～3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 3.5% の高成長を記録した。

一方で、一旦は大幅に下落した長期金利が昨年 4 月の水準まで上昇、円安による輸入品価格の上昇を懸念する声も出始めている。しかしながら、デフレ脱却が現実味を帯びれば長期金利の上昇は避けられない。また、デフレの根源が行き過ぎた円高であることは議論の余地はなく、円高修正（円安）に伴う弊害は容認せざるを得ないであろう。アベノミクスは、現時点ではデフレ脱却に向けて期待以上の成果を挙げていると評価できる。

今後の日本経済については、アベノミクス第一の矢による円安効果が一段と強まることに加え、第二の矢である財政政策の効果が本格化することから、回復色を強めていくと予想する。

輸出は、足元で円安メリットを活かした販売価格引き下げの動きが出始めたことから、今後は数量面での増勢加速が期待される。米国や ASEAN 経済の堅調拡大も追い風となろう。輸出拡大は業績回復と相俟って設備投資の持ち直しにも寄与する。公共投資は、第二の矢として打ち出された経済対策を受けて 5 兆円程度の公共投資予算が執行されつつあり、今後は再び増勢が加速する。個人消費は所得環境の改善が遅れており、当面はマインド改善主導の拡大にとどまるが、2013 年度後半には企業業績回復を受けた所得環境の改善と消費税率引き上げに伴う駆け込み需要により大幅増が見込まれる。

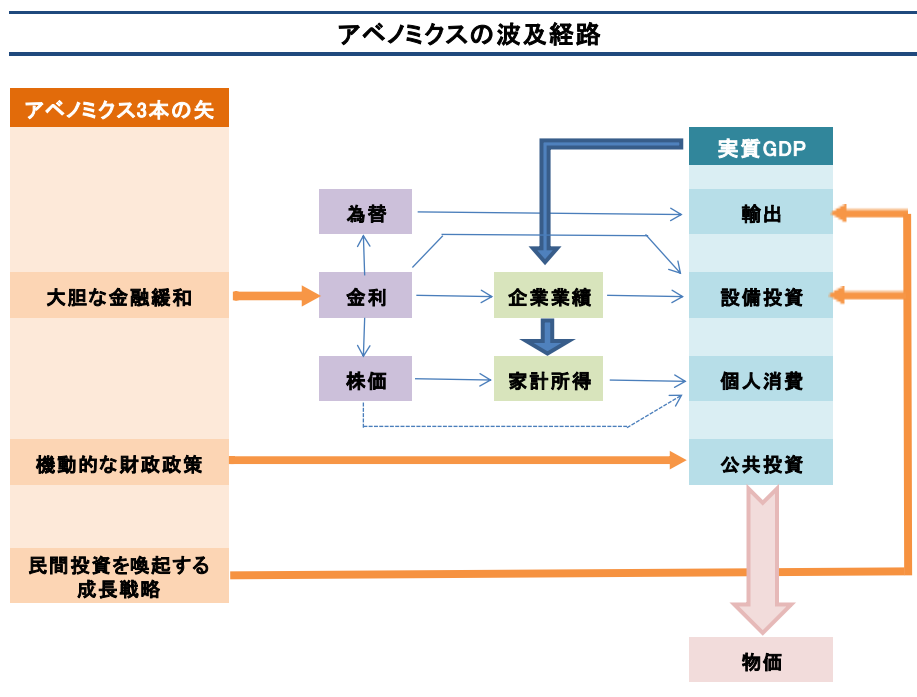
この結果、2013 年度はアベノミクスの効果や駆け込み需要が需要を大幅に押し上げ、実質 GDP 成長率は前年比 2.9% まで高まろう。消費者物価上昇率も小幅ながらプラスに転じると予想する。ただし、2014 年度は反動によりゼロ成長に落ち込むため、物価上昇率は政府・日銀が目標とする 2% には到達しない可能性が高い。アベノミクス第三の矢により日本経済が正の循環を取り戻すことができるか注目される。

1. 景気の現状

アベノミクスの波及経路

昨年12月26日の第2次安倍政権発足から約5ヵ月、選挙期間も含めると事実上のアベノミクス開始から約半年が経過した。その間、矢継ぎ早に具体策が打ち出され、その影響は既に幅広く金融市場や実体経済に表れ始めている。

周知の通り、アベノミクスは、日本経済を長期に渡るデフレ状態から脱却させるための施策として、「大胆な金融緩和」「機動的な財政政策」「民間投資を喚起する成長戦略」の3つを柱としているが、それぞれが期待される実体経済への効果と主な波及経路は、概ね次の通りである。



まず、第一の矢である「金融緩和」により、国内金利が低下し、一般的には資金調達コストの低下が企業業績の改善や設備投資の拡大につながる。ただし、現在の日本においては、既に金利水準は極めて低いため、こうした効果は小さく、金利低下の影響は専ら多額の資金を運用する機関投資家の行動に表れる。すなわち、機関投資家は円金利の低下を受けて日本国債などで運用していた資金の一部を海外投資や内外株式へ振り向ける、乃至はそうした観測に基く円売りや株式市場への資金流入につながり、円安進行や株価上昇へ至る。

円安の進行は輸出の追い風となり、輸出企業の業績が改善、株価が押し上げられると同時に設備投資の拡大にも結び付く。また、株価の上昇は、家計部門が保有する株式の価値上昇によって個人消費が押し上げられる効果（いわゆる資産効果）が見込まれるが、家計の保有する金融資産のうち株式はわずか4%（2012年末、日銀資金循環統計）を占めるに過ぎず、しかも富裕層に偏っているため、そのインパクトはさほど大きくはない。それよりも、株価が景気を表す指標として広く浸透していることから、株式保有の有無にかかわらず消費マインドの改善を通じて個人消費を押し上げる効果の方が大

きいであろう。

このように、金融緩和によって期待通り輸出や設備投資、個人消費といった需要の拡大を促すことができれば、現在、デフレの根本的な原因となっている需給ギャップ（需要の規模と供給能力の格差）が縮小し、デフレ圧力が緩和される。ただ、内閣府の試算によると、2012 年末時点で GDP の 3% 程度に相当する需給ギャップがあるため、デフレ圧力解消には時間を要しよう。具体的なイメージを示すと、潜在成長率（供給能力の増加率）を 1% 程度とすれば、仮に 3% 成長を続けたとしても需給ギャップは 1 年間で GDP の 2% 分しか縮小せず、解消には 1 年半かかる計算となる。

そのため、第二の矢である財政政策は、より速やかに確実にデフレ圧力を解消する施策として位置付けるのが適当であろう。金融緩和による需要拡大は、規模の面でも時期の面でも不確実な部分が大きいため、人為的に需要を拡大させることができる財政支出によって、そうした欠点を補うことが期待される。その一方で、90 年代半ばから 2000 年代初めにかけての経験を踏まえると、需要拡大を公的部門のみに依存することは、恩恵を受ける産業が偏るなどの問題があるため、自律的かつ持続的な成長にはつながりにくいという問題点があることに留意しておく必要がある。

第三の矢である成長戦略は、景気回復の自律性・持続性を高めるものとして位置付けられるであろう。金融緩和をいつまでも続けることはできず、財政政策についても政府債務が GDP の約 2 倍に達する現状においては同様である。デフレ脱却が視野に入った後は、金融政策や財政政策の出口を模索する必要がある、それは景気に対してマイナスの影響を与えることになる。そうした中で企業や消費者の前向きな経済活動を持続させるためには規制緩和や新制度の導入などが有効であり、それが成長戦略の要になる。効果的な施策を打ち出すことができれば、民間企業の投資拡大や国際競争力の向上につながり、設備投資や輸出の拡大に結び付くことが期待される。

「第一の矢」は期待以上の成果

現時点でのアベノミクスの成果を確認すると、まず、第一の矢である金融政策に関しては、期待を遥かに上回る成果が上がっている。長期金利（国債利回り）は、10 年債で年初の 0.835% から、金融緩和に対する期待を背景に日銀黒田新総裁が就任した 3 月 20 日には 0.5% 台まで低下、その初めての金融政策決定会合（4 月 3～4 日）において資金供給量（マネタリーベース）を 2 年間で倍増させる「異次元の」金融緩和¹が決定されると、0.5% を割り込む水準まで急低下した。こうした大胆な金融緩和は為替相場にも大きな影響を与え、ドル円相場は緩和前の 1 ドル＝93 円前後から 4 月 8 日には 98 円台まで一気に円安が進んだ。

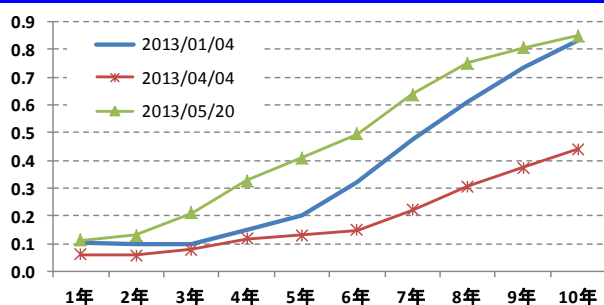
その後、国債利回りが徐々に上昇するなかで、為替相場は 1 ドル＝100 円手前で円安進行が足踏みする局面が続いたが、5 月中旬には 100 円を抜け、一時、約 5 年半ぶりとなる 1 ドル＝103 円台をつけるなど、再び円安地合いで推移している。大量に供給された資金が徐々に海外に染み出す、またはその観測が強まっていることが背景とみられ、このところ金融緩和の効果は金利の低下よりも円安という形でより強く表れていると言える。

なお、長期金利の上昇は、数年以内にデフレから脱却することを前提とすれば不可避である。また、現在の国債 10 年物利回りで 1% 程度という水準は昨年 4 月と同水準であり、この 1 年余りの間にデ

¹ 詳細は、2013 年 4 月 4 日付け Economic Monitor「日本銀行が正に「次元の違う」金融政策を決定」などを参照されたい。

フレ脱却への距離が縮まったことを踏まえると、むしろ金融緩和によって金利水準は十分に低く抑えられていると評価すべきであろう。

年限別国債利回りの変化(%)



(出所)CEIG DATA

為替相場の推移(円/ドル)



(出所)CEIG DATA

金融緩和は株価にも大きな影響を与えている。円安の進行などもあり、4月下旬から本格化した企業の決算発表において、製造業を中心に今年度業績の大幅改善見通しが相次ぎ、株価の上昇も加速している。日経平均株価は、年初の10,688円から5月20日には15,627円まで46%も上昇した。

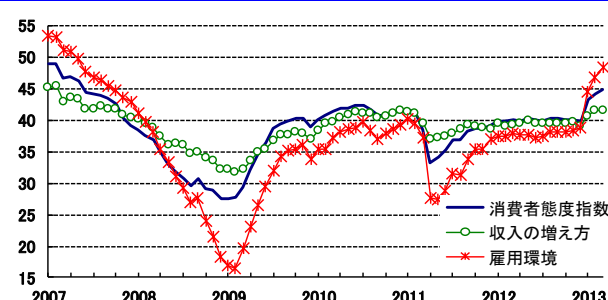
さらに、株価は消費者のマインドを大幅に改善させている。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数(季節調整値)は、2012年12月に39.9まで低下していたが、株価の上昇と歩調を合わせるように2013年3月には44.8と2007年5月(46.3)以来の水準まで改善²している。内訳を見ると、「収入の増え方」が緩慢な改善にとどまる一方で、雇用環境が12月の38.9から3月には48.4へ大幅に改善しており、景気回復期待を背景とする失業懸念の後退が消費者マインドの改善に大きく貢献している模様である。

日経平均株価の推移(225種、円)



(出所)CEIG DATA

消費者態度指数の推移



(出所)CEIG DATA

アベノミクス効果などから成長ペースが加速

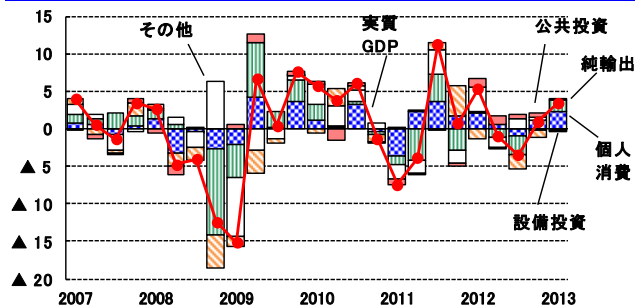
こうしたアベノミクス第一の矢による円安や株高、消費者マインドの改善などにより、実質GDPは2012年10～12月期の前期比0.3%(年率1.0%)から2013年1～3月期に0.9%(年率3.5%)へ成長ペースが加速した。高成長の主因は個人消費と輸出の拡大であり、個人消費は10～12月期の前期比0.4%から1～3月期は0.9%へ増勢を強め、実質GDP成長率を前期比で0.5%Pt(年率2.3%Pt)押し上げた。また、輸出は前期比3.8%と4四半期ぶりのプラスに転じ、純輸出(輸出－輸入)は実質GDPの前期比を0.4%Pt(年率1.5%Pt)押し上げた。

個人消費の増勢加速は、所得環境の改善に加え、上記の通り株価の上昇を受けたマインドの改善が後

² 4月にはさらに前月比1.4ポイント改善したが、4月以降は調査方法が異なっているため、連続性はない。

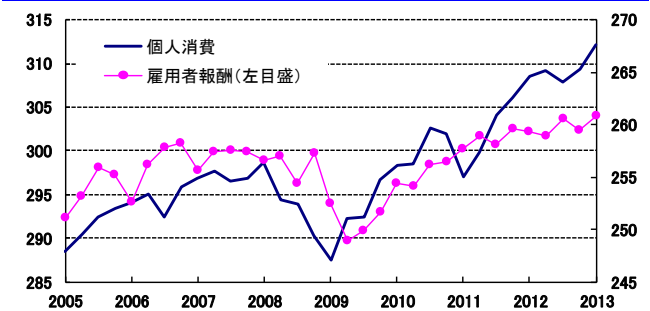
押しした。家計所得の根幹を占める雇用者報酬は、2013年1～3月期に名目で前期比0.4%、実質で0.5%増加し、個人消費拡大の一助となったが、個人消費の増加ペースは雇用者報酬の拡大ペースを上回っており、マインド改善が消費拡大に貢献したことを示唆している。

実質GDPの推移(前期比年率、%)



(出所)内閣府

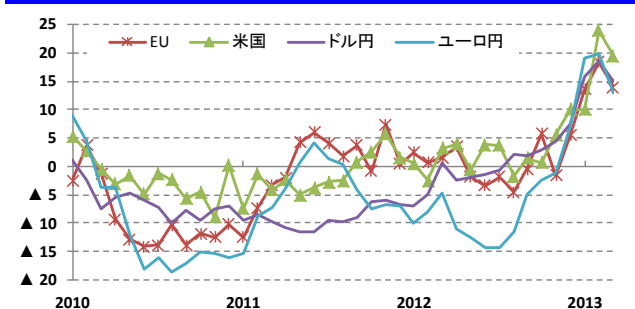
個人消費と雇用者報酬の推移(2005年価格、兆円)



(出所)内閣府

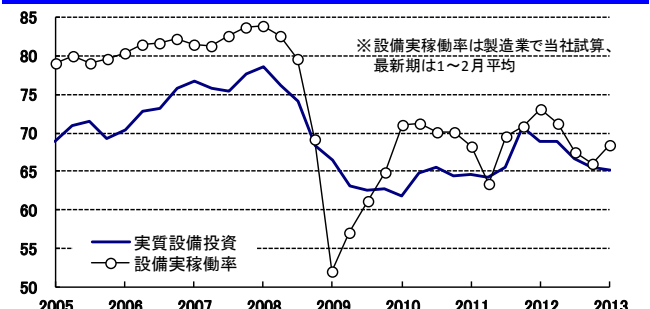
一方、4 四半期ぶりの増加に転じた輸出であるが、3 月までは円安が進んでも現地通貨建ての販売価格を引き下げておらず、販売価格の低下による数量面での押し上げ効果は限定的であったようである。円相場は、対米ドルで1月に前年同月比15.9%、2月18.6%、3月15.0%円安となり、対ユーロでは1月19.1%、2月19.9%、3月13.0%円安となった。同じ期間の通関輸出価格指数の変化を見ると、米国向けは1月10.1%、2月23.9%、3月19.5%と2月以降はドル円相場の変動を上回っている。また、EU向けは1月13.6%、2月18.5%、3月13.9%と概ね円の対ユーロ相場の変化と同程度となっている。つまり、欧米向け輸出に関しては、円安進行のメリットは大部分が価格上昇を通じた企業利益の確保に充当され、価格競争力の向上による数量拡大には向けられていなかったと言える³。

通関輸出価格と為替相場の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

設備投資と実稼働率の推移(兆円、2005年価格、%)



(出所)内閣府、経済産業省

また、1～3月期の設備投資は前期比▲0.7%となった。減少は5 四半期連続であり、アベノミクスの効果は今のところ企業の投資行動にまでは波及していない。製造業の設備稼働率は2013年に入って若干上昇したが、設備投資が拡大に転じる最近の目安である70%を未だ下回っている。

そのほか、公共投資（公的固定資本形成）についても、1～3月期は前期比0.8%の増加となったが、10～12月期の2.8%から伸びは鈍化しており、増勢が一服しつつある。再び増勢が加速するのは、第二の矢として1月に打ち出された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」に盛り込まれた10兆円規

³ アジア向けの輸出価格（前年同月比）は、円建て比率が比較的高いことから、1月8.6%、2月11.0%、3月8.7%と米ドル円相場の変化ほどには上昇していなかった。その結果、価格競争力が改善している分野が少なからず存在し、円安により輸出数量がある程度押し上げられているとみられる。なお、4月については、米ドル相場の前年同月比20.1%に対して米国向け輸出価格9.8%、ユーロ相場の19.2%に対して輸出価格10.4%となっており、輸出価格の上昇は抑制されている。

模⁴の景気対策関連予算が本格的に執行されてからとなる。

アベノミスクの中間評価

以上の通り、アベノミクスは、既に第一の矢である大胆な金融緩和が十分な成果をあげている。円相場が日米金利差などファンダメンタルズでは十分に説明しきれない円安水準にあるなど、期待に依存している部分は少なからずあるものの、事実としての大幅な円安進行と株価上昇が実体経済へ着実に好影響をもたらし、景気の回復を促している。

一方で、仮にこのまま景気が順調に立ち上がれば、財政の早期健全化という観点から、第二の矢として打ち出された 10 兆円規模の「日本経済再生に向けた緊急経済対策」は本当に必要であったのか、また、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動落ちというショックを緩和するために充当すべきではなかったかなど、検証すべき課題が残る。

一部には長期金利の上昇を懸念する声もあるが、デフレから脱却すれば金利上昇は当然のことであり、実体経済から大きく乖離した金利水準を強引に長期間維持すれば、出口戦略のハードルが高まり、金利正常化の過程で大きな混乱を生じかねない。デフレ脱却を求めるのであれば主体的に金利上昇に備えるべきであろう。また、日銀に求められるのは、長期金利が上昇しないことではなく、景気回復の腰を折らない円滑な上昇である。むしろ、国債市場（長期金利）に関する最大のリスクは、財政悪化を理由とした価格下落（金利上昇）であり、その点については 8 月に公表予定の中期財政計画において示される、健全化に向けた具体的な道筋に注目したい。

また、最近急速に進む円安が輸入品の価格上昇を通じて国内物価を押し上げるのが懸念されている。輸入品中心の物価上昇は所得の海外流出に他ならず、国内経済にとってはマイナスの影響をもたらすため、物価が上昇するとはいえ、目指すべきデフレ脱却の姿ではない。しかしながら、これまでの行き過ぎた円高がデフレの元凶であることに議論の余地はないため、物価上昇の影響を最終的に引き受ける家計部門が吸収可能であれば、円安進行（円高修正）に問題はないと判断すべきであろう。

結局のところ、アベノミクスの評価は、デフレ問題に対する認識と、その対処法に対するスタンスによって、大きく分かれる。つまり、デフレ（物価の下落）は経済の縮小均衡につながるため何としても避けなければならず、デフレ脱却のためには副作用を顧みず政策を総動員すべきだと考えれば、副作用である輸入物価の上昇は、別途対応策が求められるとしても、ひとまずは容認される。

いずれにしても、アベノミクスが、物価の下落が企業の業績を悪化させ、設備投資や賃金・雇用の抑制を通じて一段と経済全体を停滞させるデフレ・スパイラル（負の循環）という異常な状態から脱するきっかけを作ったことは間違いない。今後、日本経済が正常化に向かうためには、言い換えると正の循環を取り戻すためには、輸入品価格の上昇分も含めた物価上昇をカバーするだけの賃金上昇が必要となる。第一の矢、第二の矢による景気回復と第三の矢が企業活動を前向きにし、賃上げに対する許容度を高めることができれば、アベノミクスは日本経済を長期に渡る深刻なデフレから脱却させ正常化に導いた成功モデルとして評されることとなろう。

⁴ うち公共投資に直接結び付くものは約 5 兆円とみられる。詳細は 2013 年 3 月 26 日付け「日本経済情報 2013 年 3 月号」を参照されたい。

2. 日本経済の見通し

今後の日本経済は、アベノミクス第一の矢がもたらした円安の効果が一段と強まることに加え、第二の矢の効果が本格化することから、回復色を強めていくと予想される。さらに、2014年4月に予定される消費税率引き上げに伴って住宅投資や個人消費に駆け込み需要が見込まれることも、景気回復の追い風となろう。以下、主な需要項目について先行きを見通しうえでのポイントを整理する。

輸出は円安効果の本格化により増勢加速

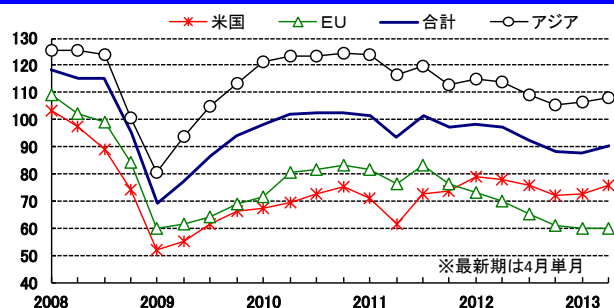
円安が輸出を数量面で押し上げる効果は、過去の経験則に基づく、為替相場の変動と概ね半年程度のラグを持つ⁵。そのため、昨年11月頃から顕著となった円安傾向が数量面で輸出増加に本格的に寄与するのは今年4月頃ということになる。

実際に、輸出数量指数は、当社試算の季節調整値で4月に前月比2.7%と2ヵ月連続で増加し、4月の水準は1～3月期を2.6%上回った。仕向地別に4月の水準を見ると、米国向けが1～3月期を4.7%上回り好調、アジア向けも1.6%上回り持ち直しの動きを鮮明にしている。EU向けは0.1%上回るにとどまり横ばい圏を脱していないが、下げ止まる兆しを見せている。

こうした動きの背景には、米国やASEAN経済が堅調に拡大していることがあるが、円安メリットを価格引き下げに充てる動きが出始めていることも一因と考えられる。4月の円相場は米ドルで前年同月比20.1%、対ユーロで19.2%下落したが、輸出価格（円ベース）は米国向けが前年同月比9.8%、EU向けは10.4%の上昇にとどまっており、ドルベース、ユーロベースで見ると輸出価格は前年同月比1割程度下落したことになる。3月までは先述の通り輸出価格が為替変動とほぼ同じ動きをしており販売価格引き下げの動きは見られなかったが、4月は円安を活かした販売価格引き下げが行われたようである。今後の輸出は、価格競争力の改善により数量ベースで増勢を強めると期待される。

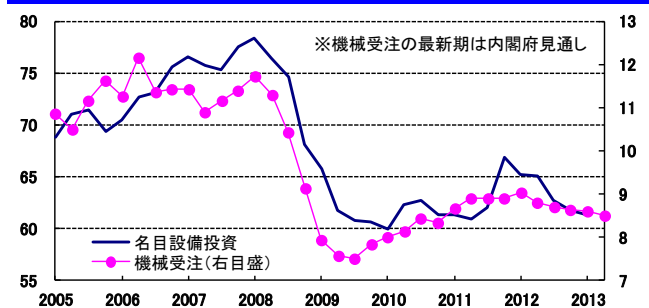
また、海外景気についても、中国経済は在庫調整の遅れから力強さを欠いており⁶、ユーロ圏経済は今後も低迷が続く見込み⁷であるが、米国経済は2014年にかけて成長ペースが高まる⁸とみられ、ASEAN経済は堅調な拡大を続けている。こうした海外景気の情勢は、米国向けやアジア向け輸出にとって追い風となろう。

仕向地別の輸出数量指数(季節調整値、2005年=100)



(出所)CEIC DATA

設備投資と機械受注(季節調整値、兆円)



(出所)CEIC DATA

⁵ 2013年2月28日付け Economic Monitor「鉱工業生産は持ち直し、2013年は円安がサポートし増加基調」など参照。

⁶ 中国経済の最新の状況については、2013年5月15日付け Economic Monitor「中国経済：需要の伸び悩みから在庫調整に遅れ」を見通しについては、2013年4月23日付け「中国経済情報2013年4月号」参照。

⁷ ユーロ圏経済の見通しについては、2013年5月22日付け Economic Monitor「2013年のユーロ圏は前年並みのマイナス成長に(改訂見通し)」参照。

⁸ 米国経済の見通しについては、2013年5月17日付け「米国経済情報2013年5月号」参照。

設備投資は持ち直しへ

1～3 月期までは減少が続いていた設備投資にも、ようやく復調の動きが出始めている。先行指標である機械受注（船舶電力を除く民需）は、2 月に前月比 4.2%と 3 ヶ月ぶりの増加に転じた後、3 月は 14.2%の大幅増となった。それでも 1～3 月期では前期比横ばい（▲0.0%）であるが、少なくとも下げ止まりつつあるとは言える。

また、内閣府の見通しでは 4～6 月期も前期比▲1.5%と減少が見込まれているが、過去 3 四半期の下振れを織り込んで推計されているため、実態より低い見通しとなっている可能性が高い⁹。輸出の持ち直しや、それに伴う製造業の稼働率上昇、企業業績の改善などを考慮すると、機械受注は 4～6 月期に増加に転じ、設備投資も今後は下げ止まりから持ち直しに向かうとみられる。

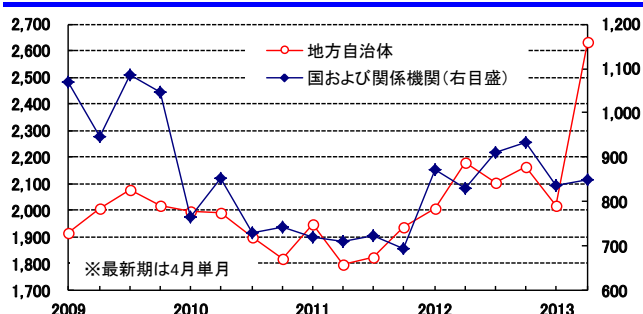
公共投資は「第二の矢」で再加速

減速傾向にある公共投資（公的固定資本形成）は、今後、アベノミクス「第二の矢」として打ち出された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」が具体化されるにつれて、再び増勢を加速する見込みである。2 月に成立した 2012 年度補正予算において既に約 10 兆円の経済対策関連事業が予算化され、順次、執行されている。うち 5 兆円程度が公共投資に結び付くものとみられ、公共投資の先行指標である公共工事保証実績は 4 月に前年同月比 27.5%の大幅増を記録（2 月▲6.5%、3 月▲10.9%）、当社試算の季節調整値でも 4 月の水準は 1～3 月期を 22%も上回っている。

なかでも、全体の約 7 割を占める地方自治体（地方公社含む）は 4 月の水準が 1～3 月期を 30.5%も上回っており、増加が顕著である。2013 年度地方財政計画によると、通常予算とは別枠の「東日本大震災分」のうち「復旧・復興事業」の公共投資（投資的経費）予算が前年度の 8,091 億円から 1 兆 6,255 億円に倍増されている。

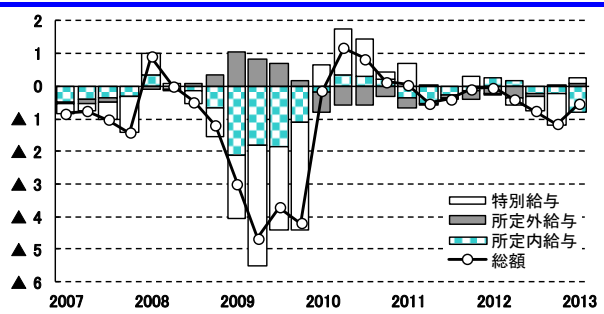
一方、国の一般会計予算における公共事業関係費も 2013 年度当初予算で前年比 15.6%、額にして 7,119 億円増額された。しかしながら、公共工事保証実績では、4 月の国および関係機関の合計額が 1～3 月期を 1.6%上回るにとどまっており、地方自治体の大幅増に比べ見劣りする状況にある。国の一般会計予算に計上された事業費の大部分が補助金という形で最終的に地方自治体による公共投資に充当された模様である。

公共工事保証実績の推移（季節調整値、10億円）



(出所)保証会社各社

1人当たり賃金の推移（前年同期比、%）



(出所)厚生労働省

⁹ 機械受注の詳細については、2013 年 5 月 17 日付け Economic Monitor「機械受注は 4～6 月期に増加に転じる」参照。

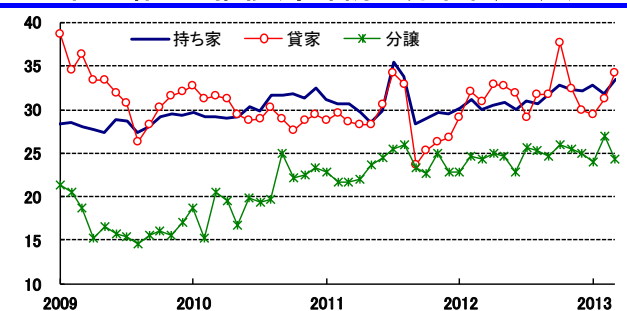
個人消費・住宅投資とも駆け込み需要が押し上げ

個人消費も、株価上昇に表象される景気回復期待を背景に、引き続き底堅く推移するとみられる。ただし、一人当たり賃金は、主にパート比率の上昇による所定内賃金の下落により 1～3 月期も前年比▲0.5%とマイナスから脱していない。さらに、労務行政研究所が集計した 2013 年夏季賞与妥結状況（4 月 11 日までの集計結果）によると、東証 1 部上場企業 139 社の今夏のボーナスは平均で前年同期比▲0.6%¹⁰と減少が見込まれており、業績回復が今期の「見通し」ととどまる現時点では、企業の賃上げに対するスタンスは依然として慎重である。今冬のボーナスは、今年度上期の業績回復を反映して増加に転じるとみられるが、所得環境からは、当面、個人消費の増勢が一段と強まる状況を見込み難い。

2014 年に入ると、所得環境の改善に加え、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により、個人消費は一時的に大幅な増加が見込まれるが、2014 年 4 月の消費税率引き上げ後は、その反動落ちにより大きく落ち込むことが避けられない。反動落ち後に個人消費が再び拡大基調を取り戻すかどうかは、消費税率引き上げの負担を吸収できるほどに所得環境が改善するか否かに大きく依存すると考えられる。

住宅投資については、持ち家の着工戸数が 2012 年後半頃から緩やかな増加基調にあり、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が徐々に表面化しつつあるとみられる。こうした動きを反映して、住宅投資は 1～3 月期に前期比 1.9%と増加傾向を維持した。4 月以降は、旧税率適用期限である 9 月末の引き渡しに向けて住宅着工の増勢が加速するとみられ、住宅投資も当面は堅調な拡大が続こう。

住宅着工の推移(季節調整済年率、万戸)

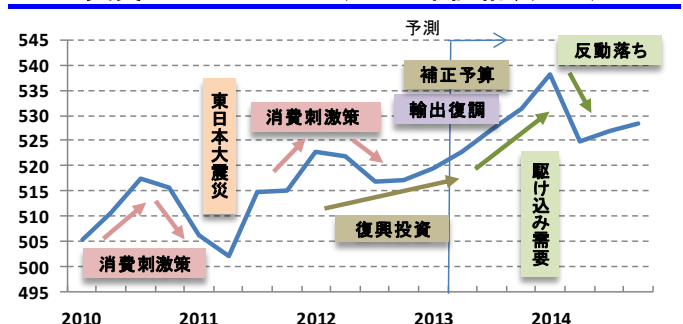


(出所)国土交通省

2013 年度は政策効果が集中し 3%近い成長に

以上を整理すると、今後の日本経済は、輸出が円安の効果により増勢を強め、生産の拡大を通じて製造業の稼働率上昇に波及、景気の回復傾向も相俟って企業の投資マインドが改善し、設備投資も持ち直す。同時に、経済対策に盛り込まれた事業の執行に伴い公共投資も増勢が再加速することから、景気は夏場にかけて回復色を一段と強めることとなろう。さらに、2014 年 4 月に予定されている消費税率引き上げを前に駆け込み需要により住宅投資が拡大テンポを速めるほか、2013 年年末頃から個人消費も盛り上がるため、2014 年 1～3 月期に実質 GDP 成長率は大幅に加速する。その結果、2013 年度通年の実質 GDP 成長率は前年比 2.9%となり、2012 年度の 1.2%から大きく伸び

実質 GDP のイメージ(2005 年価格、兆円)



(出所)内閣府

¹⁰ 前年比プラスの業種は、製造業では自動車（11.9%）、ゴム（1.5%）、水産・食品（1.3%）、電気機器（1.2%）など、非製造業では陸運（2.8%）、建設（1.6%）、情報・通信（0.2%）など。また、連合調査（第 4 回集計）でも、夏季一時金は月数こそ増加（2.12 ヶ月→2.17 ヶ月）したものの、金額は前年比▲0.9%と減少であった。

を高めると予想する。

そして、1%程度とみられる潜在成長率を大きく上回る成長が実現することから、需給ギャップは GDP の 1%程度まで縮小し、円安による輸入品物価上昇の影響もあって、消費者物価上昇率（除く生鮮）は 2013 年度通年で前年比 0.5%と明確なプラスに転じる。つまり、数字の上ではデフレ脱却がひとまず達成されることとなる。

2014 年度以降の景気を左右する「第三の矢」

2014 年度は、駆け込み需要の反動落ちという大きなマイナスからのスタートとなる。さらに、消費税率引き上げによる購買力の低下も個人消費を抑制する。公共投資も、今回の経済対策による押し上げ効果が一巡し、実質 GDP 成長率に対して中立的ないしは徐々に下押し圧力となることが見込まれる。為替相場の円安基調と米国を中心とする海外景気の拡大により輸出は増勢を維持、これを受けて企業の設備投資もある程度の増加が期待できるものの、個人消費などの落ち込みを埋め合わせる程度にとどまり、実質 GDP 成長率は前年比 0.2%まで低下すると予想する。

需要の拡大ペースが潜在成長率を下回るため、需給ギャップは再び拡大する。そのため、2014 年度中は物価上昇圧力が高まりにくく、消費者物価上昇率は、消費税率引き上げの影響を含めて前年比 2.8%、税率引き上げ分を除くと 0.7%にとどまり、政府・日銀の目標とする前年比 2%には到達しないであろう。

政府は、2015 年 10 月にも消費税率の引き上げを計画しているが、実現のためには負担増に耐えられるほど持続力のある景気拡大が必須となり、需要拡大が企業業績や家計所得の改善を通じてさらに需要を拡大させるといった正の好循環を確立しなければならない。そのカギを握るのが、先にも触れた通り企業の投資行動や労働者への分配（賃上げ）に大きな影響を与える可能性のある、アベノミクス「第三の矢」の成長戦略であろう。

安倍首相は、4 月に成長戦略の 3 つのキーワードとして「挑戦：チャレンジ」「海外展開：オープン」「創造：イノベーション」を挙げた。これらのうち、「海外展開」と「創造」は、その字の通り日本企業の海外展開や、成長産業を創出するための技術革新を支援することであり、「挑戦」とは、資本や労働などの生産要素をより望ましい形に再配置することで国全体の生産性を高めるための思い切った施策を意味している。こうした方針を踏まえ、成長戦略の第一弾として、医療分野のほか、スムーズな労働移動を促す施策や、待機児童解消などの子育て支援に関する具体策が示されている。

さらに、5 月に入り、成長戦略第二弾として、

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2011 実績	2012 実績	2013 予想	2014 予想
実質GDP	0.2	1.2	2.9	0.2
国内需要	1.2	2.0	2.4	▲0.5
民間需要	1.4	1.1	2.3	▲1.1
個人消費	1.5	1.6	2.5	▲1.6
住宅投資	3.7	5.3	8.4	▲11.0
設備投資	4.0	▲1.5	0.0	2.9
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)
政府消費	1.4	2.6	1.6	1.2
公共投資	▲2.7	15.2	8.3	0.5
純輸出(寄与度)	(▲0.9)	(▲0.7)	(0.5)	(0.8)
輸 出	▲1.6	▲1.3	6.5	6.4
輸 入	5.3	3.8	3.5	1.8
名目GDP	▲1.4	0.3	1.3	2.3
実質GDP(暦年ベース)	▲0.6	2.0	1.9	1.6
鉱工業生産	▲1.2	▲3.2	3.9	1.5
失業率(%、平均)	4.5	4.3	3.9	3.6
消費者物価(除く生鮮)	0.0	▲0.2	0.5	2.8

(資料) 内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

民間投資の喚起、イノベーションの促進、大学改革、農林水産業の改革、クールジャパン戦略などを挙げ、そのなかで民間企業設備投資 70 兆円への拡大（2012 年度 62.6 兆円）、インフラ輸出 3 倍増（10 兆円→30 兆円）、実用化につなげる規制・制度改革、ベンチャー支援、世界大学ランキングトップ 100 に 10 校、農産物・食品の輸出倍増（4,500 億円→1 兆円）、農地の中間的受け皿機関「農地集積バンク」創設、観光立国などを具体的な目標・方策として示した。

成長戦略は、今後も第 3 弾、第 4 弾と打ち出され、最終的には 6 月中旬に取りまとめられる見通しである。その実現可能性や実効性は、詳細が不明な現時点では判断が難しいが、2014 年度以降の日本経済の成長力を左右する大きな要因となることは間違いないであろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。